

# 健康元 (600380)

证券研究报告  
2018年12月01日

## 业绩持续增长，吸入制剂有望引领公司再上新台阶

### 实力雄厚的综合性医药集团，发力布局研发创新奠定长期发展基础

健康元药业集团股份有限公司经过多年发展，公司已从知名的保健品企业发展成为国内综合实力雄厚的民营医药保健品综合性集团公司，公司业务目前包含了特色专科化学制剂、中成药、原料药、保健品、诊断试剂等板块，同时公司持续发力研发创新，持续扩充管线，目前布局已深入到精准医疗，除了重点布局的吸入制剂平台外，公司还力争打造国内领先全球一流的单抗、缓释微球、脂微乳等生物制药、给药载体技术平台，为长期发展奠定了坚实的基础。

### 艾普拉唑有望引领化学制剂板块快速发展

公司的艾普拉唑肠溶片用于治疗十二指肠溃疡，反流性食管炎，是国家1.1类新药，获国家科学技术奖。消化系统是典型的大病种领域，而在在消化系统用药中，质子泵抑制剂类药物是占比最大的药物，艾普拉唑的使用相比于而已有的其他PPIs产品，其个体差异更小，幽门螺旋杆菌根除能力更强，疗效更为稳定，联用安全性高。同时艾普拉唑显示出比主要的用药奥美拉唑更为长效且强效的抑酸能力，未来有望替代一代PPIs并在于其他二代PPIs的竞争取得优势。公司的艾普拉唑肠溶片在2017年新纳入全国医保目录，而艾普拉唑注射液也于2018年获批，未来艾普拉唑系列有望实现持续快速的的增长，引领公司制剂发展。

### 有望成为吸入制剂领军企业

呼吸系统疾病已成为国内第二大疾病，仅次于心脑血管疾病，呼吸系统疾病药物分为两个大类：急性呼吸系统疾病和慢性呼吸系统疾病，其中慢性呼吸系统疾病主要包括哮喘和慢阻肺。流行病学数据显示我国哮喘患者及慢阻肺患者人群数量庞大，而吸入制剂是主流的用药。相对于普通化药制剂而言吸入制剂一般药物和给药装置通常需要搭配，在吸入产品特点及给药装置的设计等工艺方面需考虑很多因素，吸入剂型对于产品颗粒大小有很高的要求，极大提升了仿制药方面的难度。公司拥有以首席科学家金方为核心的吸入制剂的精英研发团队，在吸入制剂技术方面积累丰富。在管线方面，公司有4种药物在CDE评审阶段，2种药物获得临床批件，1种药物在临床研究阶段，布地奈德和异丙托溴铵的气雾剂型已报产，公司在吸入制剂的布局处于领先地位，未来有望成为行业的领军企业。

### 看好公司长期发展，首次覆盖，给予“买入评级”

我们看好公司吸入制剂发展潜力，公司的主业有望保持稳健的增长，研发管线持续推进，预计公司2018-2020年EPS分别为0.40、0.47及0.55元，对应估值分别为20、18及15倍，我们综合分部估值和整体PE估值法，2019年合理价格为10.92元，首次覆盖，给予“买入”评级。

**风险提示：**呼吸制剂研发进展及销售低于预期，艾普拉唑等化学制剂增长低于预期，单抗等创新研发管线进度低于预期，中药业务下滑超预期，原料药价格回落导致业绩下滑

<b>投资评级</b>	
行业	医药生物/化学制药
6个月评级	买入（首次评级）
当前价格	8.26元
目标价格	10.92元

<b>基本数据</b>	
A股总股本(百万股)	1,938.03
流通A股股本(百万股)	1,937.26
A股总市值(百万元)	16,008.16
流通A股市值(百万元)	16,001.76
每股净资产(元)	4.92
资产负债率(%)	32.90
一年内最高/最低(元)	13.15/6.58

<b>作者</b>	
潘海洋	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517080006	
panhaiyang@tfzq.com	
郑薇	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110003	
zhengwei@tfzq.com	
杨烨辉	分析师
SAC 执业证书编号: S1110516080003	
yangyehui@tfzq.com	



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	9,721.54	10,779.26	11,672.26	13,054.87	14,863.41
增长率(%)	12.49	10.88	8.28	11.85	13.85
EBITDA(百万元)	1,695.12	6,157.04	1,939.03	2,229.88	2,587.07
净利润(百万元)	451.42	2,133.04	781.84	907.73	1,068.02
增长率(%)	9.44	372.52	(63.35)	16.10	17.66
EPS(元/股)	0.23	1.10	0.40	0.47	0.55
市盈率(P/E)	35.46	7.50	20.48	17.64	14.99
市净率(P/B)	2.97	2.17	1.63	1.51	1.39
市销率(P/S)	1.65	1.49	1.37	1.23	1.08
EV/EBITDA	9.98	2.53	6.14	5.12	4.21

资料来源: wind, 天风证券研究所

## 内容目录

1. 健康元：不断突破的综合性医药集团企业	4
2. 艾普拉唑有望引领化学制剂板块快速发展	7
3. 有望成为吸入制剂领军企业	9
3.1. 吸入制剂未来市场空间大	9
3.2. 公司布局领先，有望成为吸入制剂的领军企业	11
3.2.1. 布地奈德气雾剂已经报产	11
3.2.2. 异丙托溴铵气雾剂有望明年上市	13
3.2.3. 公司还布局有重磅品种沙美特罗氟替卡松复方制剂	14
4. 公司发力研发力争打造全球一流创新企业	15
4.1. 丽珠单抗、微球项目进展顺利	16
4.2. 加速布局精准医疗	17
5. 推出股权激励，有望进一步激活活力助力发展	17
6. 盈利预测及估值评级	17
7. 风险提示：	19

## 图表目录

图 1：公司历史沿革及大事记	4
图 2：公司股权结构、子公司情况及业务布局	5
图 3：公司营业收入持续增长	6
图 4：公司归母净利润及增长率	6
图 5：公司历年扣非后归母净利润及增速	6
图 6：公司主要以化学制剂、原料药、中药等业务为主	7
图 7：化学制剂贡献公司大部分毛利	7
图 8：公司各业务类型的毛利率	7
图 9：消化系统用药销售（亿元）额持续增长	7
图 10：质子泵抑制剂销售额市场（亿元）规模大	7
图 11：样本医院 PPIs 竞争格局	8
图 12：样本医院数据显示艾普拉唑销售（亿元）持续高增长	8
图 13：公司艾普拉唑持续高增长	8
图 14：2017 年样本医院主要药物的销售数据（十亿元）	9
图 15：样本医院呼吸系统疾病销售金额（亿元）持续增长	9
图 16：样本医院平喘类药物销售额（亿元）及增长率	10
图 17：平喘类药物是呼吸类中金额最大的品类	10
图 18：布地奈德是最大的平喘用药	10
图 19：样本医院显示 COPD 药物销售额（亿元）持续快速增长	10
图 20：COPD 用药占比持续提升	10

图 21: 布地奈德样本医院销售额 (亿元) 及增长率 .....	12
图 22: 布地奈德样本医院呼吸类用药占比持续提升 .....	12
图 23: 阿斯利康是布地奈德主要厂商 .....	12
图 24: 布地奈德气雾剂在样本医院销售额 (亿元) .....	12
图 25: 国内医院中混悬液是布地奈德的主要剂型 .....	12
图 26: 2016 年气雾剂在全球布地奈德中的销售占比 .....	12
图 27: 异丙托溴铵销售额 (亿元) 持续上升 .....	13
图 28: 异丙托溴铵样本医院销售占比 .....	13
图 29: 2017 年异丙托溴铵各公司的销售占比 .....	14
图 30: 异丙托溴铵气雾剂的销售额 (亿元) .....	14
图 31: 2017 年异丙托溴铵各公司的销售占比 .....	14
图 32: 异丙托溴铵气雾剂的销售额 (亿元) .....	14
图 33: 沙美特罗氟替卡松销售额样本医院销售额 (亿元) 相对平稳 .....	15
图 34: 公司研发投入持续提升 .....	16
图 35: 公司研发投入 (亿元) 位居 A 股医药上市前列 .....	16
图 36: 公司研发布局思路 .....	16
图 37: 公司单抗管线丰富, 进展顺利 .....	16
表 1: 主要子公司经营情况 .....	5
表 2: 公司吸入制剂研发管线 .....	11
表 3: 吸入制剂主要产品的销售及专利情况 .....	11
表 4: 国内其他公司布地奈德类药物的申报情况 .....	13
表 5: 国内其他公司布地奈德类药物的临床情况 .....	13
表 6: 国内其他公司异丙托溴铵药物的临床研发情况 .....	14
表 7: 国内其他公司沙美特罗氟替卡松复方制剂的申报情况 .....	15
表 8: 国内其他公司沙美特罗氟替卡松复方制剂的临床研发情况 .....	15
表 9: 行权期业绩考核指标 .....	17
表 10: 主要假设 (单位: 百万元) .....	18
表 11: 分部估值情况 (2019 年) .....	18
表 12: 可比公司估值水平 (收盘价日期 2018.12.01) .....	19

## 1. 健康元：不断突破的综合性医药集团企业

健康元药业集团股份有限公司创始于 1992 年，经过多年发展，公司已从知名的保健品企业发展成为国内综合实力雄厚的民营医药保健品综合性集团公司，公司于 2001 年在上交所成功上市。公司上市后加快了发展步伐，于 2002 年成为了丽珠集团的大股东，后续陆续成立了焦作健康元、单抗公司、上海方予公司等。

图 1：公司历史沿革及大事记

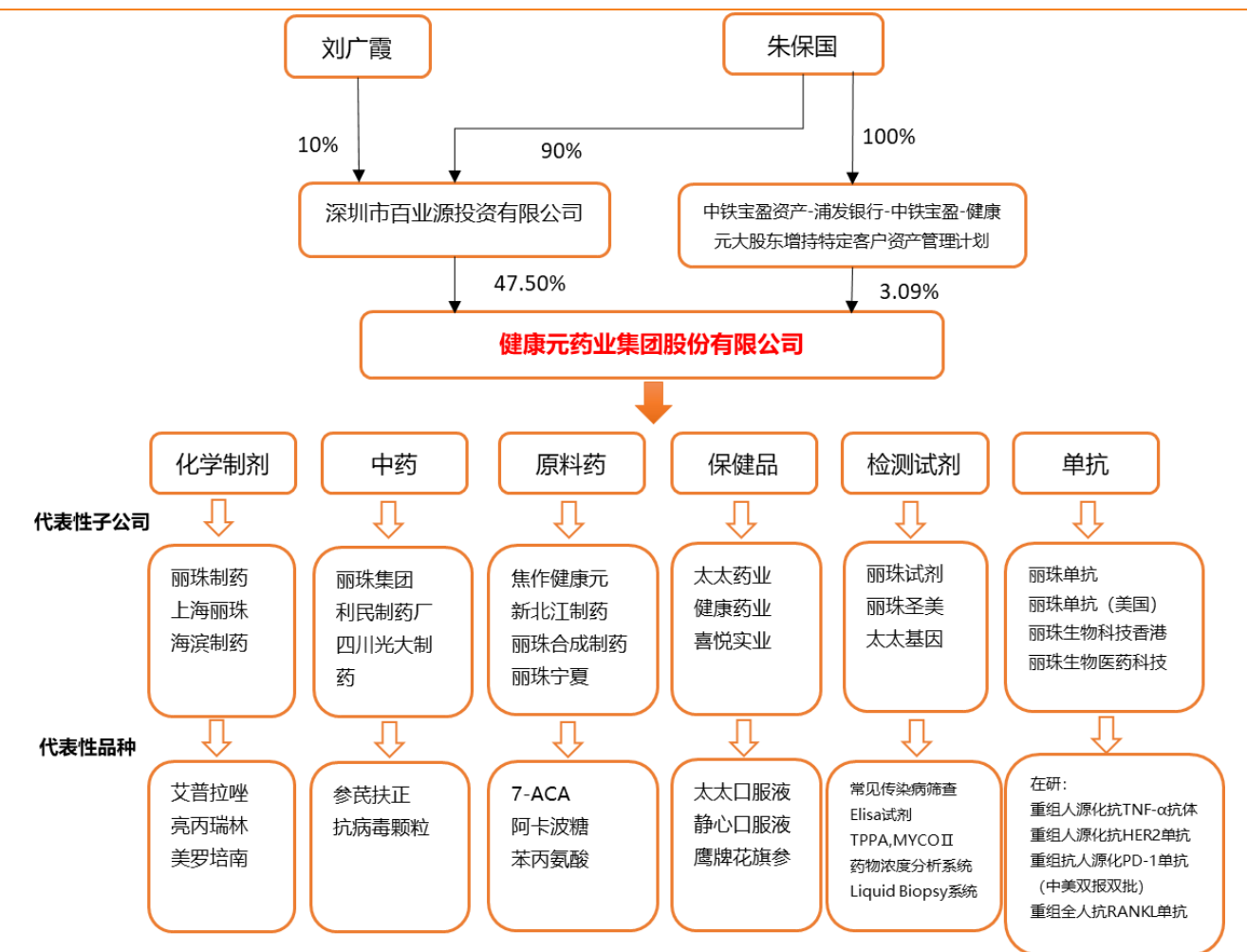


资料来源：公司官网，天风证券研究所

公司第一大股东为深圳市百业源投资有限公司，截至 10 月底，持有公司股权达到 47.5%，公司实际控制人为朱保国。公司控股子公司达到 30 余家，其中重点子公司包括太太药业、焦作健康元、丽珠集团、海滨制药等，涵盖保健品、原料药(含中间体)和制剂、处方药与非处方药、中成药与化学制剂、检测试剂等领域超过 500 个品种，在医药领域形成了完善的产业链。

从产品上看，公司拥有太太、静心、鹰牌等知名保健品品牌；原料药(中间体)有抗生素系列及其中间体 7ACA(酶法)、4AA、F9 等；处方药包含艾普拉唑、美罗培南、注射用尿促卵泡素、参芪扶正注射液、鼠神经生长因子等特色专科制剂，涵盖消化道用药、心脑血管用药、抗感染用药、抗肿瘤药、神经脑血管用药、辅助生殖用药等领域；非处方药有胃肠道药品“丽珠得乐”、“丽珠肠乐”，感冒类药品“抗病毒口服颗粒”等多领域多品种；检测试剂方面公司产品涵盖了常见的传染病筛查 Elisa 试剂等；在大生物研发领域，公司重点布局单抗领域，在研项目超过 10 个。公司产品除销售国内，还远销美国、澳大利亚、新加坡、马来西亚等地。

图 2：公司股权结构、子公司情况及业务布局



资料来源：公司公告，公司官网，WIND，天风证券研究所

从子公司看，丽珠集团贡献了公司了主要收入和利润，其他比较重要的子公司还包括焦作健康元、海滨制药、太太药业等，分别主营原料药/中间体、抗生素、营养保健品等。

表 1：主要子公司经营情况

被参控公司	参控关系	持股	收入 17A/18H1 (亿元)	净利润 17A/18H1 (亿元)	主要经营/代表品种
丽珠医药集团股份有限公司	子公司	直接持股 23.68%/ 间接持股 21.13%	85.31/45.65	44.88/6.76	药品研发、生产、销售 / 艾普拉唑、参芪扶正等
焦作健康元生物制品有限公司	子公司	100%	10.18/6.21	0.87/1.18	原料药、中间体等 / 7-ACA
深圳市海滨制药有限公司	子公司	100%	9.92/4.94	0.92/0.93	粉针剂、原料药等/美罗培南
深圳太太药业有限公司	子公司	100%	1.44/0.76	0.31/0.13	营养保健品等/太太美容口服液
珠海健康元生物医药有限公司	子公司	75%	-/-	-0.06/-0.25	生物医药研发

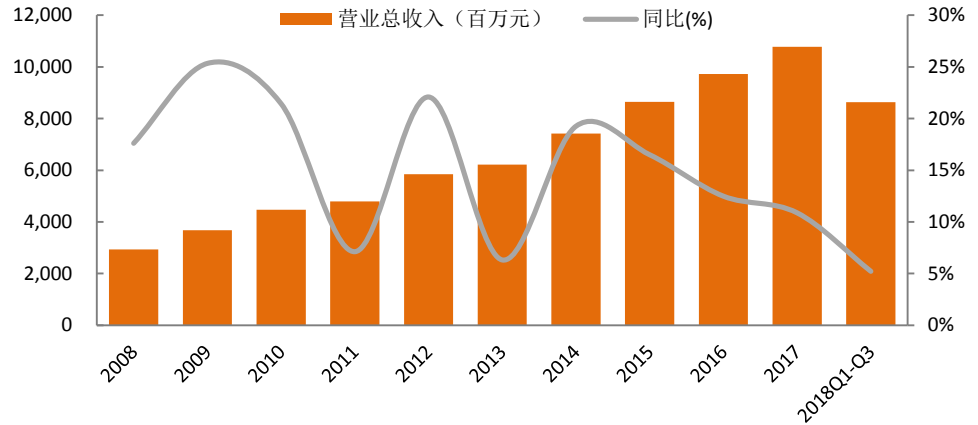
资料来源：WIND，天风证券研究所

注：持股数据截止 2018 年半年报

### 公司业绩近年来持续稳定增长

公司的营业收入实现了持续的稳定增长，从 2009 年的 36.8 亿元逐年上升到 2017 年的 107.79 亿元，年均复合增长率为 14.4%；2018 年前三季度营收 86.36 亿元，同比增长 5.22%。

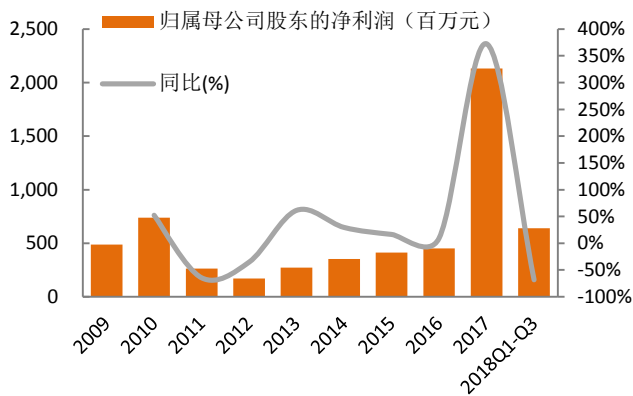
图 3：公司营业收入持续增长



资料来源：wind，天风证券研究所

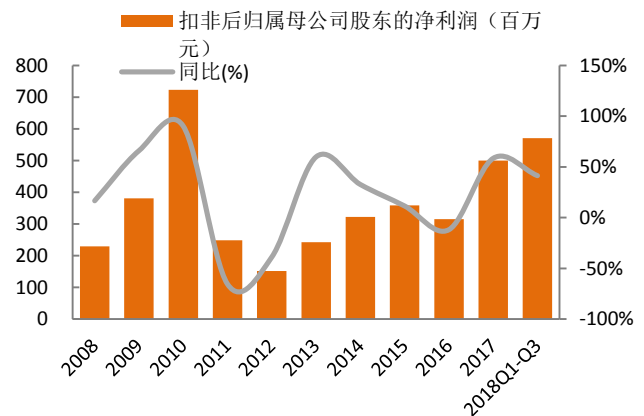
公司归母净利润及扣非后归母净利润在 2011 年大幅下滑主要系子公司焦作健康元报告期内 7-ACA 市场价格大幅度下降，致使 7-ACA 毛利及对公司的利润贡献较上年同期相比大幅度下降，随后价格逐步企稳，伴随其他业务的稳步增长，公司业绩逐步触底回升。从 2012 年的 1.70 亿元上升到 2016 年的 4.51 亿元，年均复合增长率为 27.7%，归母净利润在 2017 年大幅增长，上升到 21.33 亿元，增长了 373%；主要原因是子公司丽珠集团转让维星实业 100% 股权，增加了当期归母利润 14.85 亿元，2018 年前三季度公司归母净利润为 6.41 亿元，同比下降 68.33%。从扣非归母净利润看，从 2012 年的 1.52 亿上升到 2017 年的 5.00 亿元，年均复合增长率为 27.2%，2018 年前三季度扣非净利润为 5.71 亿元，同比增长高达 41.28%。

图 4：公司归母净利润及增长率



资料来源：WIND，天风证券研究所

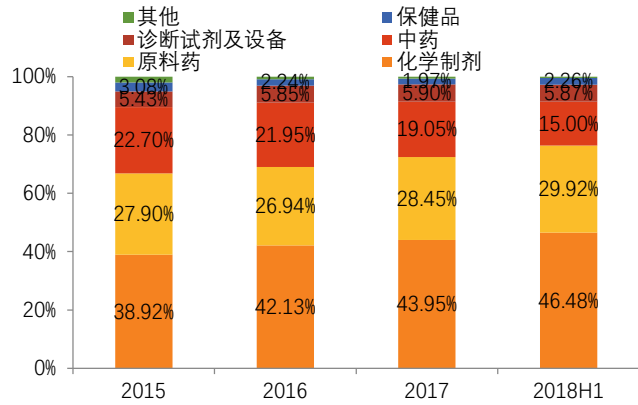
图 5：公司历年扣非后归母净利润及增速



资料来源：WIND，天风证券研究所

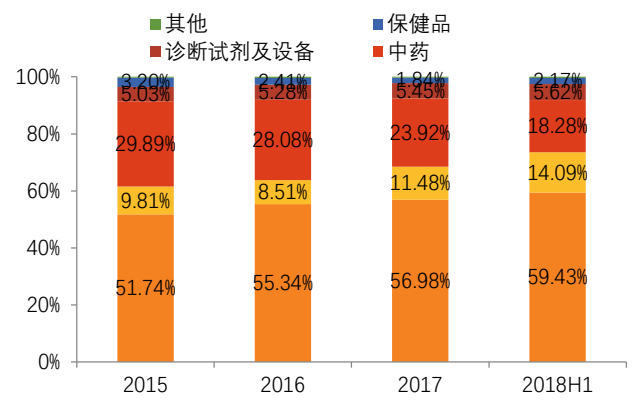
在公司的各业务板块中，化学试剂的营收最大，而且逐年上升，2018 上半年营收比例达到 46.48%。原料药 2018 年上半年营收占比为 29.92%，中药占比呈现逐步降低的趋势，2018 年上半年营收占比降至 15%。在毛利贡献方面，化学制剂占据主要比例，且占比持续提升，未来随着艾普拉唑等产品的持续发展，以及未来吸入制剂产品的陆续上市，化学制剂产比有望进一步提升。

图 6：公司主要以化学制剂、原料药、中药等业务为主



资料来源：WIND，天风证券研究所

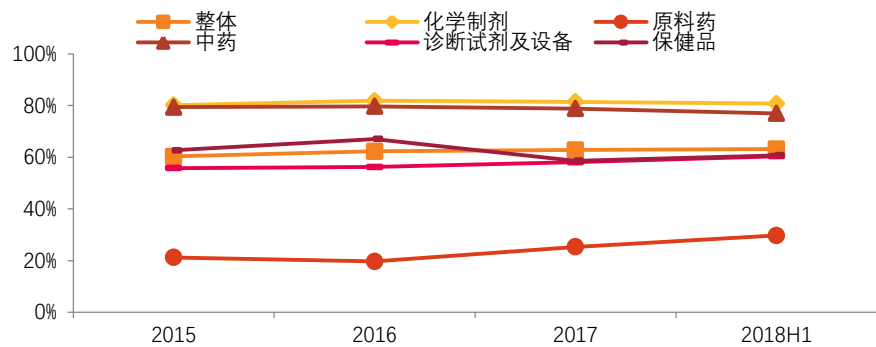
图 7：化学制剂贡献公司大部分毛利



资料来源：WIND，天风证券研究所

公司整体毛利率超过 60%，具体业务上，毛利率最高的是中药和化学试剂，在 80%左右，其中化学制剂趋势相对稳定，中药毛利率呈现持续小幅下滑的趋势；其次是保健品、诊断试剂和设备，最低的是原料药，2018 年上半年毛利率在 30%左右，自 2016 年以来呈现上升的趋势，我们预计随着化学制剂营收占比的提升，公司整体毛利率有望稳步提升。

图 8：公司各业务类型的毛利率

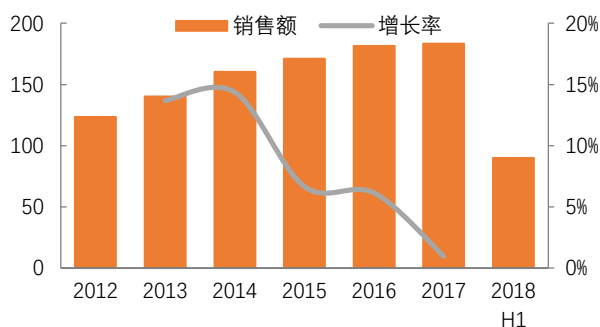


资料来源：wind，天风证券研究所

## 2. 艾普拉唑有望引领化学制剂板块快速发展

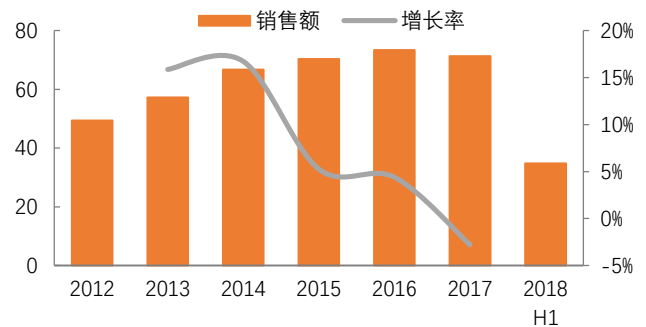
艾普拉唑肠溶片(壹丽安)上市于 2008 年，用于治疗十二指肠溃疡，反流性食管炎，是国家 1.1 类新药，获国家科学技术奖，于 2017 年纳入新版国家医保目录。从行业上看，样本医院数据显示消化系统用药持续扩容，销售额从 2012 年的 123.4 亿元上升到 2017 年的 183.4 亿元，年均复合增长率为 8.25%，是典型的大用药病种领域。而在消化系统用药中，质子泵抑制剂类药物是占比最大的药物，销售占比都在 40%左右；样本医院数据显示质子泵抑制剂类药物的销售额从 2012 年的 49.36 亿元上升到 71.31 亿元，年均复合增长率为 7.64%。

图 9：消化系统用药销售（亿元）额持续增长



资料来源：PDB、天风证券研究所

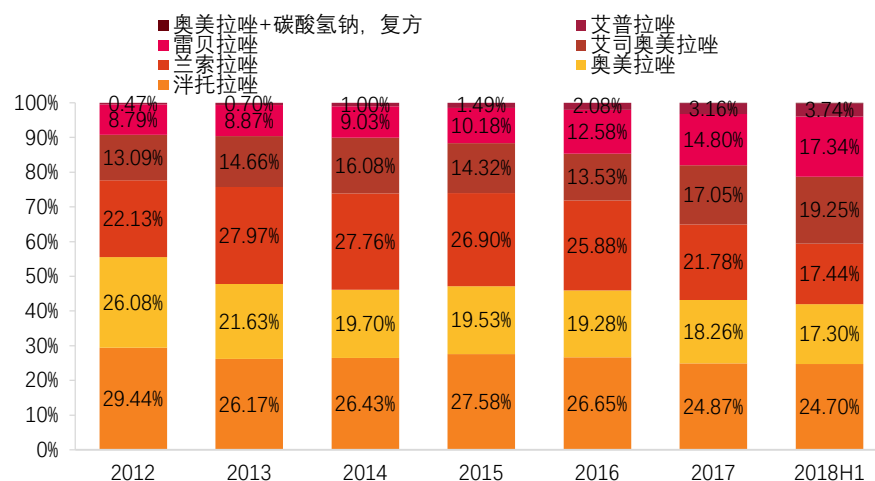
图 10：质子泵抑制剂销售额市场（亿元）规模大



资料来源：PDB、天风证券研究所

艾普拉唑是新一代质子泵抑制剂（PPIs），有望替代上一代抑制剂。目前国内主要 PPIs 有 6 种，艾普拉唑、埃索美拉唑（艾司奥美拉唑）和雷贝拉唑同属于第二代 PPIs，奥美拉唑、泮托拉唑和兰索拉唑属于第一代 PPIs。相对于第一代产品，第二代 PPIs 拥有更好的抑酸效果、个体差异小，不良反应小，与其他药物相互作用小等优点。从 PDB 样本医院数据看，新一代 PPIs 增速更快，占整个 PPIs 份额持续提升，第一代（奥美拉唑、泮托拉唑和兰索拉唑）占比已经由 2012 年的 77.7% 降至 2018 年上半年的 59.4%，在二代产品中，埃索美拉唑（艾司奥美拉唑）已成为第一大产品，雷贝拉唑同样显示出持续的扩张态势，艾普拉唑占比在持续提升，由 2012 年 0.47% 提升至 2018 年上半年的 3.74%。

图 11：样本医院 PPIs 竞争格局

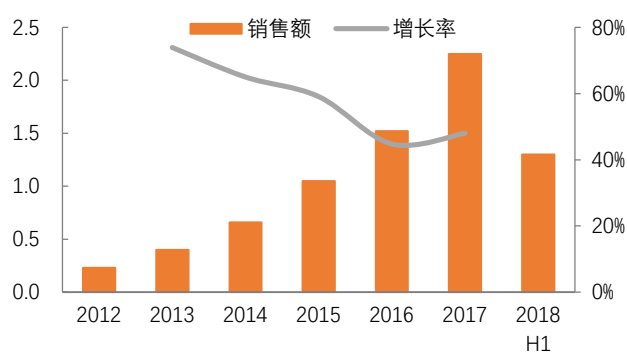


资料来源：PDB，天风证券研究所

艾普拉唑现有的临床试验数据提示，人体中 CYP2C19 酶的基因多态性不影响其疗效，而已有的其他 PPIs 产品药效多少都受 CYP2C19 酶影响（依赖其代谢），因此个体差异更小，幽门螺旋杆菌根除能力更强，疗效更为稳定，联用安全性高（不与氯吡格雷竞争 CYP2C19 酶，不影响氯吡格雷疗效）。同时艾普拉唑显示出更为长效且强效的抑酸能力，临床数据显示，对于十二指肠溃疡患者服药第 5 天的 24 小时胃 pH 监测结果显示，艾普拉唑 5mg 的效果已经接近奥美拉唑 20mg，艾普拉唑 10mg 效果已超过 20mg 奥美拉唑，即同样的效果用量更小，未来有望替代一代 PPIs 并在于其他二代 PPIs 的竞争中取得优势。

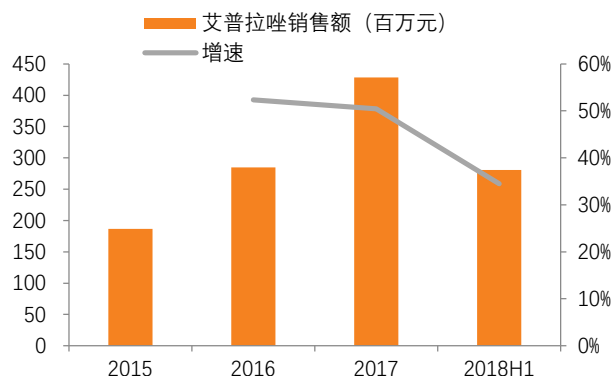
艾普拉唑的销售增长迅速，PDB 样本医院数据显示，其销售额从 2012 年的 0.23 亿元上升到 2017 年的 2.25 亿元，年均复合增长率为 57.79%，占比 2018 年上半年提升至 3.74%。具体销售额上看，公司 2018 年上半年艾普拉唑销售达到 2.81 亿元，同比增长达到 34.5%。公司的艾普拉唑肠溶片在 2017 年新纳入全国医保目录，而艾普拉唑注射液也于 2018 年获批，未来艾普拉唑系列有望实现持续快速的的增长，引领公司制剂发展。

图 12：样本医院数据显示艾普拉唑销售（亿元）持续高增长



资料来源：PDB，天风证券研究所

图 13：公司艾普拉唑持续高增长



资料来源：公司公告，天风证券研究所

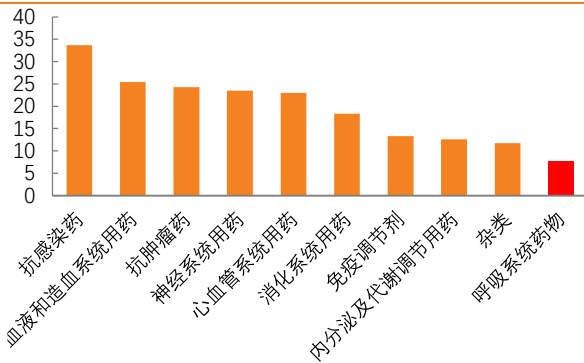


### 3. 有望成为吸入制剂领军企业

#### 3.1. 吸入制剂未来市场空间大

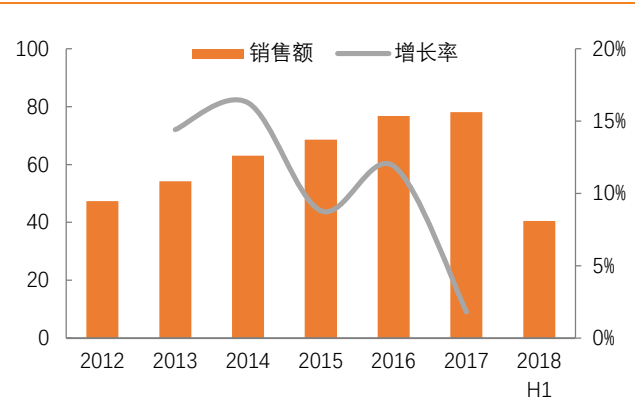
呼吸系统疾病已成为国内第二大疾病，仅次于心脑血管疾病，根据 PDB 统计的样本医院的销售数据来看，呼吸系统疾病药物的销售额为 78 亿元，仅排在第十位，国内呼吸系统疾病药物销售具有很大的上升空间。PDB 统计的国内样本医院的销售数据显示，呼吸系统疾病药物的销售额稳步上升，从 2012 年的 47.4 亿元上升到 2017 年的 78.15 亿元，年均复合增长率为 10.52%。

图 14：2017 年样本医院主要药物的销售数据（十亿元）



资料来源：PDB，天风证券研究所

图 15：样本医院呼吸系统疾病销售金额（亿元）持续增长



资料来源：PDB，天风证券研究所

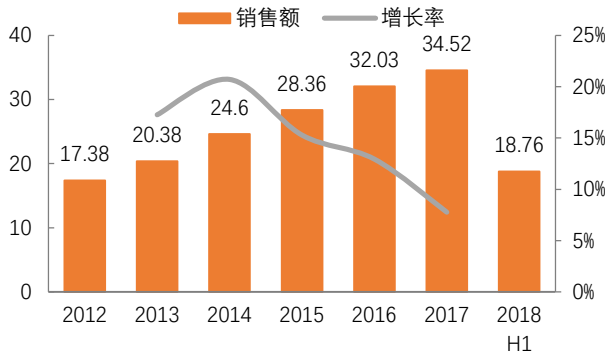
呼吸系统疾病分为两个大类：急性呼吸系统疾病和慢性呼吸系统疾病。急性呼吸系统疾病主要指由流感，细菌性肺炎以及新型肠道病毒引起的呼吸系统疾病，主要为肺炎和急性上呼吸道感染；慢性呼吸系统疾病主要是哮喘以及慢性阻塞性肺疾病（Asthma/COPD）。

哮喘病人数量庞大，全球哮喘防治倡议委员会（GINA）估计，全球约有 3 亿人受到哮喘病的困扰，而据 WHO 预测，至 2025 年哮喘患者将增至 4 亿人，而根据中国哮喘联盟 CARE 研究数据显示，我国哮喘病患者目前约 3000 万人，在控制率方面，2015-2016 年开展的“全国城区哮喘患者控制现状和疾病认知程度的调查(CARN-2015-01)”和“我国城区哮喘急性发作住院患者费用及相关情况的回顾性调查(CARN-2015-02)”结果昂示。我国 2016 年城区支气管哮喘（哮喘）总体控制率仅为 28.5%，整体治疗控制效果较低。

慢性肺阻（COPD）方面，根据王辰院士重要论文《中国慢性阻塞性肺疾病的患病率和危险因素（中国肺健康[CPH]）研究：国家横断面研究》显示，我国 20 岁及以上成人的慢阻肺患病率为 8.6%，40 岁以上则达 13.7%，60 岁以上人群患病率已超过 27%，年龄越高，慢阻肺患病率越高。男性患者数为女性的 2.2 倍。全国总患病人数为 9990 万，即约 1 亿人。慢阻肺已经成为与高血压、糖尿病“等量齐观”的最常见慢性疾病，构成我国重大疾病负担。

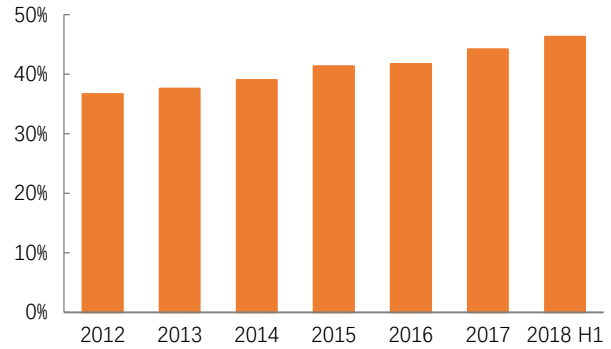
平喘类药物的销售额近些年稳步上升，PDB 样本医院数据显示其销售额从 2012 年的 17.38 亿元上升到 2017 年的 34.52 亿元，年均复合增长率达到 14.71%；在呼吸系统疾病药物中的销售占比也稳步上升，从 2012 年的 36.67% 上升到 2017 年的 44.17%，2018 年上半年进一步达到 46.30%，平喘类药物一直是呼吸系统药物中销售占比最大的类别。

图 16：样本医院平喘类药物销售额（亿元）及增长率



资料来源：PDB、天风证券研究所

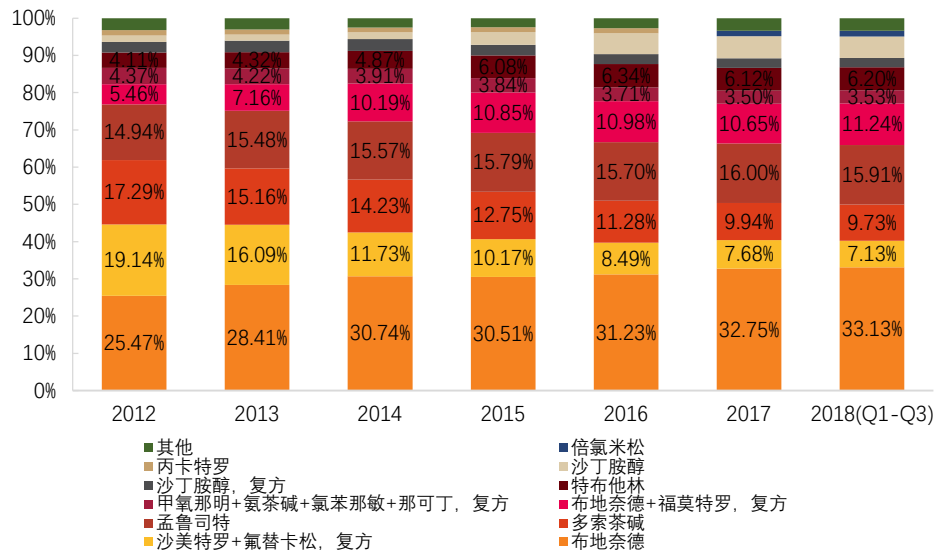
图 17：平喘类药物是呼吸类中金额最大的品类



资料来源：PDB、天风证券研究所

在平喘药格局方面，布地奈德占比最大，且持续提升，其比例已由 2012 年的 25.47% 提升至 2018 年前三季度的 33.13%，同时布地奈德和福莫特罗的复方也在持续增长，显示出布地奈德类在国内临床使用的重要性。

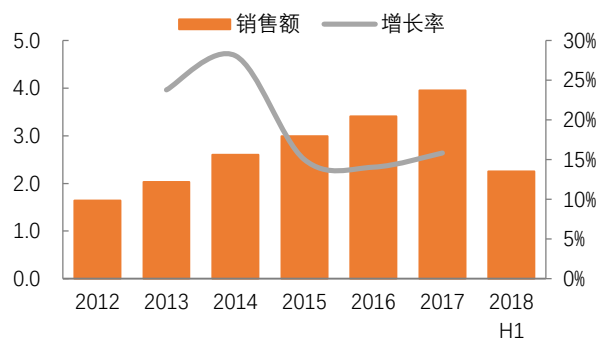
图 18：布地奈德是最大的平喘用药



资料来源：PDB、天风证券研究所

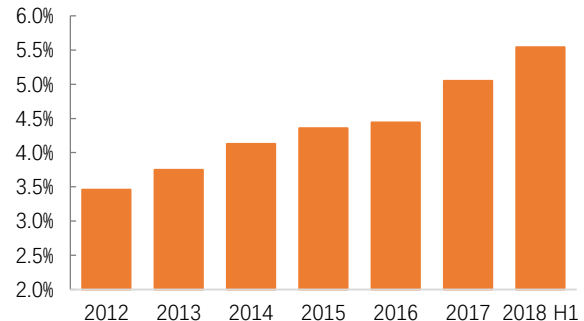
COPD 用药销售额持续扩容，从 2012 年的 1.64 亿元上升到 2017 年的 3.95 亿元，年均复合增长率为 19.22%；其在呼吸系统药物中的销售占比也从 2012 年的 3.46% 上升到 2017 年的 5.05%，显示出强劲的增添态势。

图 19：样本医院显示 COPD 药物销售额（亿元）持续快速增长



资料来源：PDB、天风证券研究所

图 20：COPD 用药占比持续提升



资料来源：PDB、天风证券研究所

### 3.2. 公司布局领先，有望成为吸入制剂的领军企业

吸入制剂相对于普通化药制剂而言有很高的壁垒，在于药物和给药装置通常需要搭配，吸入产品特点及给药装置的设计等工艺方面需考虑很多因素，吸入剂型对于产品颗粒大小有很高的要求，极大提升了仿制药方面的难度，同时国内目前生产设备还达不到要求，依赖进口。公司拥有以首席科学家金方为核心的吸入制剂的精英研发团队，在吸入制剂技术方面积累丰富，2015年7月，子公司方予健康与钟南山院士所领导的广州呼研所公司合资成立广州健康元呼吸药物工程技术有限公司，进一步加大在呼吸疾病领域布局。在管线方面，公司有4种药物在CDE评审阶段，2种药物获得临床批件，1种药物在临床研究阶段，两种药物进入了申报生产阶段，公司在吸入制剂的数量、时间等的布局处于行业领先地位。

表 2：公司吸入制剂研发管线

药物名称	剂型	所处阶段
左旋沙丁胺醇	吸入溶液	CDE 评审
沙美特罗氟替卡松	吸入粉雾剂	CDE 评审
盐酸氨溴索	吸入溶液	CDE 评审
复方异丙托溴铵	吸入溶液	CDE 评审
布地奈德	吸入混悬液	获批临床
富马酸福莫特罗	吸入溶液	获批临床
妥布霉素	吸入溶液	临床研究
异丙托溴铵	气雾剂	申报生产
布地奈德	气雾剂	申报生产

资料来源：公司公告、天风证券研究所

公司管线中的多项产品均是重磅产品，其中，公司处于CDE评审阶段的产品沙美特罗/氟替卡松和沙丁胺醇类2017年销售额分别为274.79亿元和102.39亿元；处于获批临床或申报生产的产品布地奈德类中，布地奈德/福莫特罗复方销售额为206.02亿元，布地奈德单品销售额为76.84亿元

表 3：吸入制剂主要产品的 2017 年销售及专利情况

药物种类	销售公司	销售金额（亿元）	专利情况
沙美特罗/氟替卡松	GSK 等	274.79	专利已过期
布地奈德/福莫特罗	AZ、Astellas	206.02	专利已过期
沙丁胺醇类	Teva、GSK、Sumitomo	102.39	专利已过期
布地奈德	AZ 等	76.84	专利已过期

资料来源：医药魔方、天风证券研究所

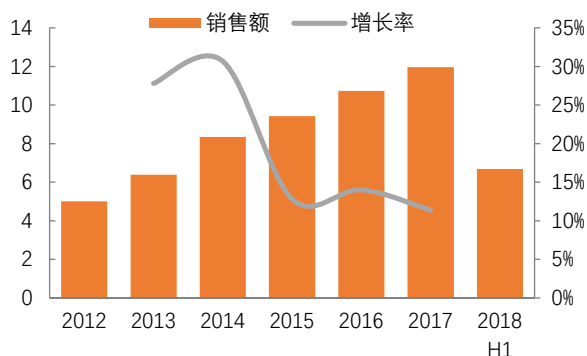
注：汇率换算用 2017 年 12 月 29 日的值，美元兑人民币为 6.5342，英镑兑人民币为 8.7792，100 日元兑人民币为 5.7883

#### 3.2.1. 布地奈德气雾剂已经报产

布地奈德气雾剂是一种吸入性糖皮质激素（ICS），为治疗哮喘的两种基础用药之一，另一种是氟替卡松；同时布地奈德也可以作为 COPD 的辅助用药，公司布地奈德气雾剂已经申报生产，有望明年获批上市。

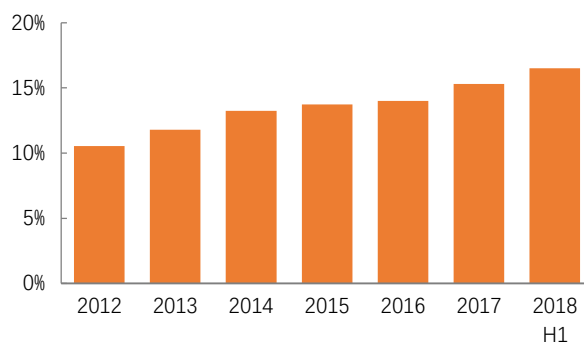
根据 PDB 统计的样本医院数据，布地奈德的销售额逐年上升，从 2012 年的 5 亿元上升到 2017 年的 11.96 亿元，年均复合增长率为 19.06%；相应地，其在呼吸系统用药的销售额占比也逐年上升，从 2012 年的 10.5% 上升到 2017 年的 15.3%，2018 年上半年上升到 16.5%。

图 21: 布地奈德样本医院销售额 (亿元) 及增长率



资料来源: PDB、天风证券研究所

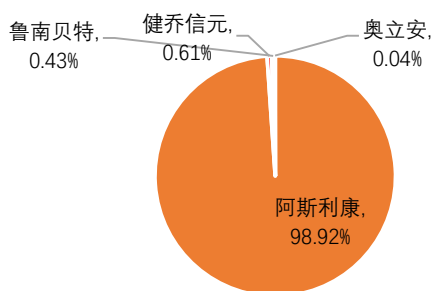
图 22: 布地奈德样本医院呼吸类用药占比持续提升



资料来源: PDB、天风证券研究所

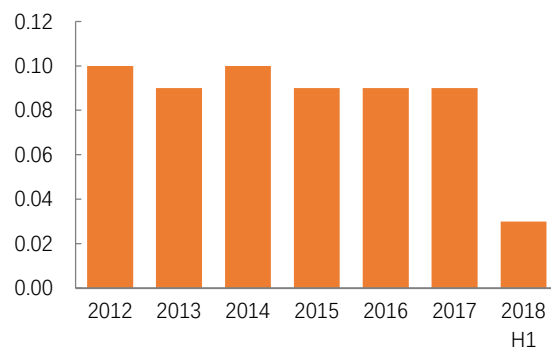
布地奈德的销售在国内由外企主导, 2017 年阿斯利康一家占样本医院销售额的 98.92%。其中气雾剂国内目前有三家厂商产品在售, 分别是阿斯利康、上海上药信谊药厂和鲁南倍特制药。

图 23: 阿斯利康是布地奈德主要厂商



资料来源: PDB、天风证券研究所

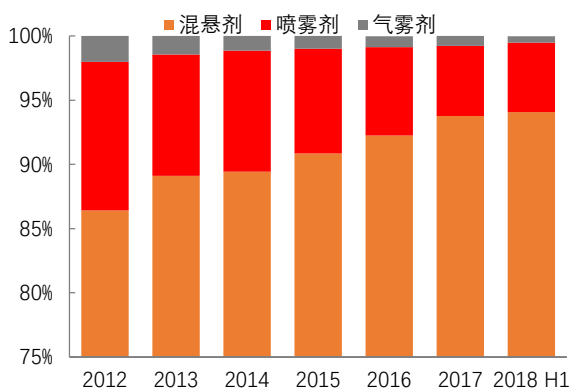
图 24: 布地奈德气雾剂在样本医院销售额 (亿元)



资料来源: PDB、天风证券研究所

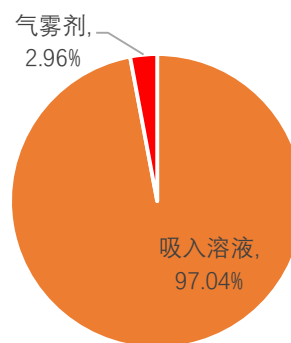
布地奈德有混悬剂、喷雾剂和气雾剂等多种剂型。根据 PDB 统计的样本医院销售数据, 布地奈德气雾剂的销售额一直稳定在 900 万-1000 万元之间, 2017 年占比 0.78%。在国际市场中, 气雾剂在布地奈德的整个销售额中的占比也较少, 2016 年占比为 2.96%。在布地奈德的各种剂型中, 混悬剂的销售占处于主导地位并不断上升, 从 2012 年的 86.42% 上升到了 2017 年的 93.76%。

图 25: 国内医院中混悬液是布地奈德的主要剂型



资料来源: PDB、天风证券研究所

图 26: 2016 年气雾剂在全球布地奈德中的销售占比



资料来源: 公司公告、天风证券研究所

因此看，布地奈德更大的市场在于吸入混悬液，布地奈德混悬液最早由 AstraZeneca 公司研制生产，1991 年在英国首次上市，2001 年进入中国市场。根据 QVIA 数据库，2017 年布地奈德混悬液国内销售总额约为人民币 42.77 亿元。国内布地奈德的申报方面，目前还未有国内企业有产品上市，在申报的有正大天晴、长风药业等；具体临床方面，其中进展较快的是正大天晴研发的混悬液，已经完成了 BE 等效性试验；信谊百路达研发的肠溶缓释胶囊是用于治疗克罗恩病。公司目前已经获得临床批件，注册分类为化药四类，布地奈德整体竞争格局优良。

表 4：国内其他公司布地奈德类药物的申报情况

受理号	剂型	研发公司	状态	开始日期
CYHS1700712	混悬液	长风药业	邮寄资料	2018-5-23
CYHS1700291	混悬液	正大天晴	邮寄资料	2018-2-11
CYHS1700633	混悬液	正大天晴	邮寄资料	2018-2-11
CYHS1700291 粤	混悬液	健康元/太太药业	获批临床	-

资料来源：药智网、CDE、天风证券研究所

表 5：国内其他公司布地奈德类药物的临床情况

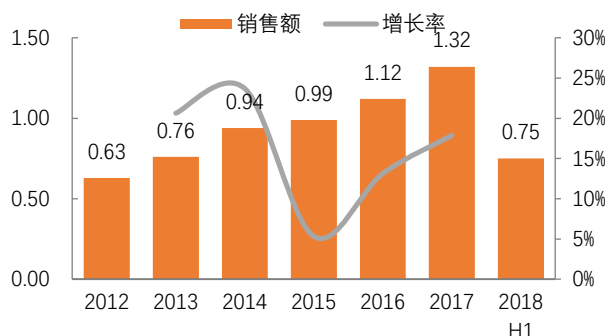
登记号	剂型	研发公司	试验分期	试验状态	试验类型	开始时间
CTR20171554	喷雾剂	百安制药	I 期	招募中	BE 等效性	2017.12.11
CTR20171166	混悬液	正大天晴	其他	已完成	BE 等效性	2017.05.19
CTR20140583	肠溶缓释胶囊	信谊百路达	II 期	招募中	安全性和有效性	2012.11.22

资料来源：药智网、CDE、天风证券研究所

### 3.2.2. 异丙托溴铵气雾剂有望明年上市

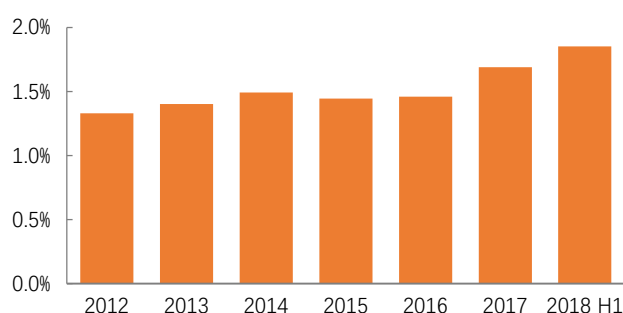
异丙托溴铵用于预防和治疗与慢性阻塞性气道疾病相关的呼吸困难：慢性阻塞性支气管炎或不伴有肺气肿；轻到中度支气管哮喘。根据 PDB 统计的样本医院销售数据，异丙托溴铵的销售稳步上升，从 2012 年的 0.63 亿元上升到 2017 年的 1.32 亿元，年均复合增长率达到 15.94%；异丙托溴铵占整个呼吸系统用药销售额的比例稳中有升，从 2012 年的 1.3% 上升到 2017 年的 1.7%，2018 年上半年仍然有所上升，为 1.9%。

图 27：异丙托溴铵销售额（亿元）持续上升



资料来源：PDB、天风证券研究所

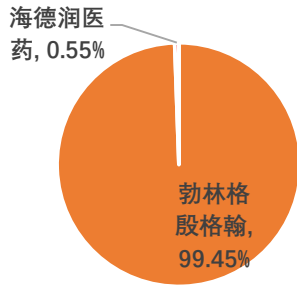
图 28：异丙托溴铵样本医院销售占比



资料来源：PDB、天风证券研究所

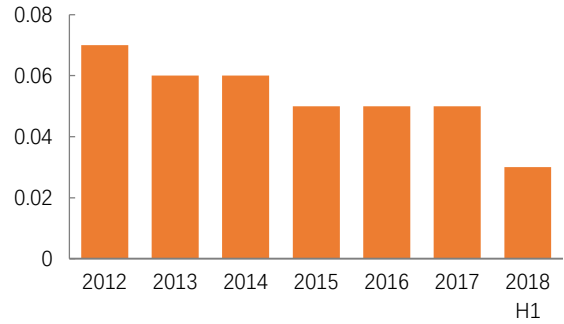
异丙托溴铵的销售在国内同样由外企主导，2017 年勃林格殷格翰的销售占比为 99.45%。异丙托溴铵主要有溶液剂和气雾剂两种，气雾剂方面，除了 BI 公司外，国内还有华润双鹤和北京海德润医药有产品批文。在吸入溶液方面，国内除了 BI 之外，国内还有山东京卫制药有限公司拥有批文。

图 29：2017 年异丙托溴铵各公司的销售占比



资料来源：PDB、天风证券研究所

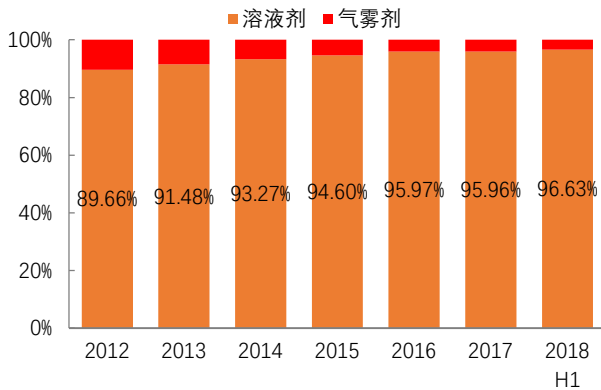
图 30：异丙托溴铵气雾剂的销售额（亿元）



资料来源：PDB、天风证券研究所

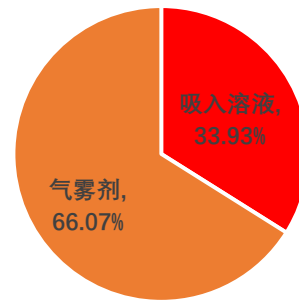
剂型方面：PDB 统计的国内样本医院的销售数据显示气雾剂的销售额相对平稳，2017 年的占比为 4.04%，主要市场由吸入溶液占据。全球的异丙托溴铵销售中，2016 年气雾剂占比为 66.07%；但与全球销售结构不同，国内的溶液剂占比更大且处于不断上升中，从 2012 年的 89.66% 上升到 2017 年的 95.96%。

图 31：2017 年异丙托溴铵各公司的销售占比



资料来源：PDB、天风证券研究所

图 32：异丙托溴铵气雾剂的销售额（亿元）



资料来源：PDB、天风证券研究所

异丙托溴铵在国内的申报方面，国内企业申报较少，天药药业有一个品种在审评审批中，临床方面，四川普瑞特和京卫制药在进行 BE 等效性研究，信东生技在进行临床验证性研究。公司的异丙托溴铵气雾剂已经报产，有望明年获批上市，除了气雾剂型外，还布局了复方异丙托溴铵吸入溶液，在此方面的布局处于行业领先地位。

表 6：国内其他公司异丙托溴铵药物的临床研发情况

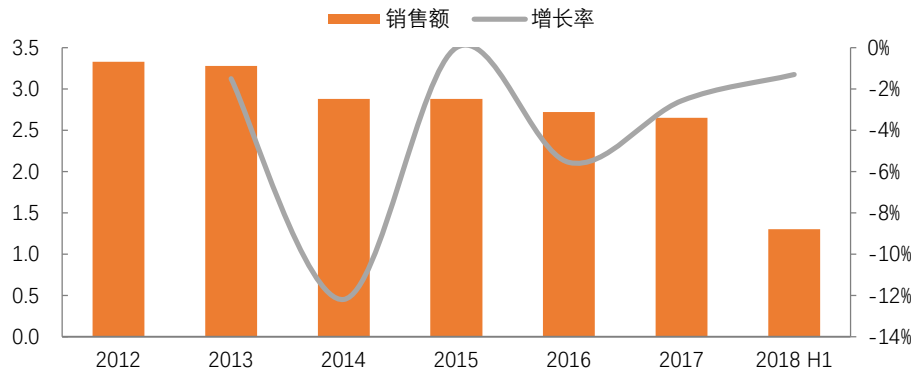
登记号	剂型	研发公司	试验分期	试验状态	试验类型	开始时间
CTR20181918	气雾剂	四川普锐特	其他	招募中	BE 等效性	2018-04-02
CTR20170768	吸入液	信东生技	III 期	招募中	验证性临床	2017-03-09
CTR20160641	气雾剂	京卫制药	其他	招募中	BE 等效性	2016-07-27

资料来源：药智网、CDE、天风证券研究所

### 3.2.3. 公司还布局有重磅品种沙美特罗氟替卡松复方制剂

沙美特罗氟替卡松复方制剂适用于对哮喘进行常规治疗的患者的联合用药，原研 GSK 公司，是全球重磅品种，2017 年 GSK 全球销售额达到 275 亿元。国内市场看，根据 PDB 统计的样本医院的销售数据，沙美特罗氟替卡松复方制剂的销售额近几年销售额在 2-3 亿元水平；2017 年占平喘类药物比例为 7.68%，尚有较大的市场拓展空间。

图 33：沙美特罗氟替卡松销售额样本医院销售额（亿元）相对平稳



资料来源：PDB，天风证券研究所

沙美特罗氟替卡松复方制剂在国内完全被 GSK 垄断，国内无企业产品上市。在研发申报方面，正大天晴正在审评审批中，长风药业有一个品种正在邮寄资料，公司海滨制药在审评审批中，苏州欧米尼有处于待制证状态。在临床研发看，正大天晴有一个品种进入了 III 期临床，另一个品种进入了 II 期临床，处于研发较快的阶段。

表 7：国内其他公司沙美特罗氟替卡松复方制剂的申报情况

受理号	剂型	研发公司	状态	开始日期
CYHS1700681	粉吸入剂	正大天晴	审评审批	2018-6-5
CYHS1700680	粉吸入剂	正大天晴	审评审批	2018-6-5
CYHS1700711	气雾剂	长风药业	邮寄资料	2018-5-23
CYHS1700094	粉雾剂	海滨制药	审评审批	2017-11-3
CYHS1700093	粉雾剂	海滨制药	审评审批	2017-11-03
CYHS1600221	粉雾剂	苏州欧米尼	待制证	2018-5-23
CYHS1600220	粉雾剂	苏州欧米尼	待制证	2018-5-23

资料来源：药智网、CDE、天风证券研究所

表 8：国内其他公司沙美特罗氟替卡松复方制剂的临床研发情况

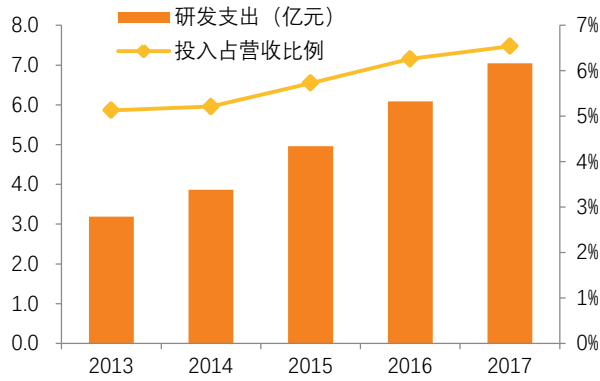
登记号	剂型	研发公司	试验分期	试验状态	试验类型	开始时间
CTR20180026	粉吸入剂	正大天晴	III 期	招募中	安全性和有效性	2017-05-16
CTR20170153	粉吸入剂	恒瑞医药	其他	尚未招募	安全性和有效性	2017-01-19
CTR20160787	粉吸入剂 (50μg/250μg)	正大天晴	其他	招募中	BE 等效性	2016-06-29
CTR20140916	粉吸入剂 (50μg/250μg)	正大天晴	II 期	招募中	安全性和有效性	2014-11-27

资料来源：药智网、CDE、天风证券研究所

#### 4. 公司发力研发力争打造全球一流创新企业

公司发力研发创新，公司加大研发投入，由 2013 年的 3.19 亿元增长至 2017 年 7.05 亿元，年复合增长率达到 21.89%，占营收比提升至 2017 年的 6.54%，同业比较看，公司研发投入位于行业前列，2017 年位居 A 股医药研发绝对投入额第七位。

图 34：公司研发投入持续提升



资料来源：WIND，天风证券研究所

图 35：公司研发投入（亿元）位居 A 股医药上市前列



资料来源：WIND，天风证券研究所

目前布局已深入到精准医疗，除了重点布局的吸入制剂平台外，公司还力争打造国内领先，全球一流的单抗、缓释微球、脂微乳等生物制药、给药载体技术平台，为长期发展奠定了坚实的基础。

图 36：公司研发布局思路



资料来源：公司官网，天风证券研究所

#### 4.1. 丽珠单抗、微球项目进展顺利

公司的单抗研发平台主要在丽珠单抗，丽珠单抗有多个品种进入了临床阶段，其中重组人源化抗 TNF- $\alpha$  抗体和注射用重组人绒促性素（rhCG）进展较快，进入了 III 期临床；CD20 单抗、HER2 单抗和 PD1 单抗处于 I 期临床；RANKL 单抗获得临床批件；还有多个产品处于临床前或申报临床阶段。

图 37：公司单抗管线丰富，进展顺利

名称	靶点	适应症	临床前	IND	获批临床	一期	二期	三期	NDA	获批
重组人促绒素	—	辅助生殖促排卵	→	→	→	→	→	→	→	→
重组TNF- $\alpha$	TNF- $\alpha$	类风湿关节炎	→	→	→	→	→	→	→	→
重组人鼠嵌合CD20单抗	CD20	非霍奇金淋巴瘤	→	→	→	→	→	→	→	→
重组人源化抗Her2单抗	Her2	乳腺癌	→	→	→	→	→	→	→	→
重组人源化抗PD-1单抗(中美双报)	PD-1	黑色素瘤等实体瘤	→	→	→	→	→	→	→	→
重组全人源化抗RANKL单抗	RANKL	骨质疏松	→	→	→	→	→	→	→	→
IL-6受体单抗	IL-6	类风湿关节炎	→	→	→	→	→	→	→	→
重组人源化抗PD-L1单抗	PD-L1	膀胱癌等实体瘤	→	→	→	→	→	→	→	→
重组抗OX-40单抗	OX-40	肿瘤	→	→	→	→	→	→	→	→
重组抗IL-17AF单抗	IL-17AF	中重度斑块状银屑病	→	→	→	→	→	→	→	→

资料来源：公司公告，丽珠集团公告，天风证券研究所



丽珠单抗今年已完成 A 轮融资，估值达到 5.5 亿美元，新增资本达到 1.48 亿美元，折合人民币 9.61 亿元，为丽珠单抗在国内及国际市场的临床研究与申报、技术合作、产品引进、科研团队充实等业务发展方面提供充足资金，同时利于优化其资本结构，促进资本与资源的整合，加快业务推进效率及速度。

丽珠集团微球平台方面，目前在研项目 7 个，亮丙瑞林微球已上市；临床研究：曲普瑞林微球（1 个月缓释）；临床前：戈舍瑞林微球（1 个月缓释）、亮丙瑞林微球（3 个月缓释）、奥曲肽微球（1 个月缓释）、阿立哌唑微球（1 个月缓释）等。

#### 4.2. 加速布局精准医疗

公司利用生物制剂与诊断试剂业务在精准医疗领域的协同优势效应，积极开拓和布局以“患者为中心”的个性化医疗领域业务。已初步形成“丽珠试剂+丽珠单抗+丽珠圣美+丽珠基因”的精准医疗的产业链布局。丽珠试剂：新建了免疫 POCT 研发团队和苏州研发中心；丽珠基因：2018 年 1 月正式启动商业化送检，目前已和多家医院开展业务合作。满分通过卫生部临检中心“全国肿瘤 NGS 生信质评”和“全国肿瘤 PCR 室间质评”，丽珠单抗：加快临床和申报，建立了 CAR-T 平台和研发管理团队。

### 5. 推出股权激励，有望进一步激活活力助力发展

公司 11 月 27 日公告 2018 年股票期权激励计划（草案），本激励计划拟向激励对象授予 4,495.00 万份股票期权，约占公司总股本的 2.32%，股份来源采用定向增发。其中，首次授予 3,596.00 万份股票期权，占本计划拟授予股票期权总数的 80.00%，占公司总股本的 1.86%；预留 899.00 万份股票期权，占本计划拟授予股票期权总数的 20.00%。首次授予的股票期权的行权价格为每股 8.21 元。

本激励计划涉及的激励对象共计 331 人，为公司董事、高级管理人员、中级管理人员及核心技术（业务）人员以及公司董事会认为需要进行激励的相关员工（不包括独立董事、监事）。公司实施期权计划有利于吸引和留住优秀人才，充分调动公司董事、高级管理人员及核心技术（业务）骨干的积极性，提升公司经营活力，助力公司持续快速发展。

表 9：行权期业绩考核指标

行权期	业绩考核指标
第一个行权期	以 2017 年净利润为基数，2018 年净利润复合增长率不低于 15%；
第二个行权期	以 2017 年净利润为基数，2019 年净利润复合增长率不低于 15%；
第三个行权期	以 2017 年净利润为基数，2020 年净利润复合增长率不低于 15%
预留权益考核期	业绩考核指标
第一个行权期	以 2017 年净利润为基数，2019 年净利润复合增长率不低于 15%；
第二个行权期	以 2017 年净利润为基数，2020 年净利润复合增长率不低于 15%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：上述“净利润”、“净利润增长率”指标计算以归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润，并以剔除本激励计划股份支付费用影响的数据作为计算依据。

### 6. 盈利预测及估值评级

#### 主要假设&盈利预测：

- 1、我们预计在艾普拉唑以及后续上市的吸入制剂等驱动下，公司化学制剂有望实现稳健而快速的增长，2018-2020 年的收入分别为 53.77、62.37 及 72.66 亿元，分别同比增长 13.5%、16.0%及 16.5%，整体毛利率相对稳定。
- 2、预计在 7-ACA、美罗培南等原料药在环保持续高压下有望实现稳健的增长，2018-2020 年的收入分别为 35.58、40.56 及 46.64 亿元，分别同比增长 16.0%、14.0%及 15.0%，毛利率相对平稳。

- 3、由于中药品种参芪扶正医保承压，我们预计整个中药收入逐步下滑，预计 2018-2020 年收入分别为 16.43、14.46 及 13.60 亿元，分别同比下滑-20.0%、-12%及-6%，毛利率略有下滑。
- 4、费用方面：我们预计公司销售及管理费用率（此处管理费用仍包含研发）相对平稳。
- 5、故最终我们预计公司 2018-2020 年公司营收分别为 116.72、130.55 及 148.63 亿元，分别同比增长 8.28%、11.85%及 13.85%，归母净利润分别为 7.82、9.08 及 10.68 亿元，分别同比增长-63.35%、16.10%及 17.66%，EPS 分别为 0.40、0.47 及 0.55 元。

表 10：主要假设（单位：百万元）

	2017	2018E	2019E	2020E
化学制剂	4,737.04	5,376.54	6,236.79	7,265.86
YOY	15.66%	13.50%	16.00%	16.50%
原料药	3,067.12	3,557.86	4,055.96	4,664.35
YOY	17.09%	16.00%	14.00%	15.00%
中药	2,053.54	1,642.83	1,445.69	1,358.95
YOY	-3.78%	-20.00%	-12.00%	-6.00%
诊断试剂及设备	635.82	762.98	915.58	1,098.70
YOY	11.83%	20.00%	20.00%	20.00%
保健品	212.33	259.04	310.85	366.80
YOY	-2.43%	22.00%	20.00%	18.00%
<b>营收合计</b>	<b>10,779.26</b>	<b>11,672.3</b>	<b>13,054.9</b>	<b>14,863.4</b>
<b>YOY</b>	<b>10.88%</b>	<b>8.28%</b>	<b>11.85%</b>	<b>13.85%</b>
综合毛利率	62.82%	62.91%	62.05%	61.19%
销售费用率	36.77%	36.00%	35.00%	34.00%
管理费用率	10.96%	10.30%	9.85%	9.50%
<b>归母净利润</b>	<b>2,133.04</b>	<b>781.84</b>	<b>907.73</b>	<b>1,068.02</b>
<b>YOY</b>	<b>372.52%</b>	<b>-63.35</b>	<b>16.10%</b>	<b>17.66%</b>
<b>EPS</b>	<b>1.10</b>	<b>0.40</b>	<b>0.47</b>	<b>0.55</b>

资料来源：wind，天风证券研究所

### 估值评级：首次覆盖，给予“买入评级”，2019 年目标价 10.92 元

分部估值法：由于公司各业务板块及子盈利公司单位相对较为清晰，可考虑采用分布估值法，分别给予各板块合理的 PE 估值，合计市值为 229.02 亿元，分部预计净利润 2019 年合计为 11.43 亿元，与实际预测值 9.08 亿元差额，考虑到丽珠单抗的研发投入的对公司净利的负向影响以及公司内部业务之前的关联交易，我们估计内部抵消约 2 亿元，估计主要体现在原料药业务上，合理给予 14 倍，抵消整体 28 亿元，在不考虑吸入制剂整体价值的基础上，公司 2019 年合理估值水平约 200 亿元，对应股价 10.37 元。

表 11：分部估值情况（2019 年）

	丽珠集团 (44.81%)	焦作健康元 (100%)	海滨制药 (100%)	保健品	丽珠单抗 (35.75%)	合计
归母净利 (亿元)	5.87	2.56	2.37	0.52	—	<b>11.43/除丽珠单抗</b>
给予PE (倍)	25	10	15	15	—	
市值 (亿元)	146.75	25.60	35.55	7.80	13.32	<b>229.02</b>
股价 (元)	7.57	1.32	1.83	0.40	0.65	<b>11.78</b>
内部抵消后市值 (亿元)/股价 (元)						<b>201.02/ 10.37</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

注：丽珠单抗不考虑健康元通过丽珠集团持股情况，按照 A 轮融资估值 5.48 亿美元计算，2019 年美元兑人民币汇率假设为 6.8。

PE 估值法：我们选取和公司业务类似度高的企业作为可比对象，海思科和公司都有特色专科制剂业务特点，且研发管线持续推进，科伦药业和公司有原料药业务，公司布局的丽珠单抗研发平台和类比复星医药的复宏汉霖等，可比公司平均估值水平 2019 年在 24.46 倍，可作为公司 2019 年合理估值中枢，对应公司股价 11.47 元。

表 12：可比公司估值水平（收盘价日期 2018.12.01）

证券代码	证券简称	收盘价	2018E EPS	2019E EPS	2020E EPS	2018PE	2019PE	2020PE	18-20 CAGR	19PEG
002653.SZ	海思科	12.17	0.29	0.37	0.49	42.48	32.74	25.09	30.17%	1.10
002422.SZ	科伦药业	24.17	0.87	1.13	1.44	27.72	21.37	16.75	40.52%	0.53
600196.SH	复星医药	27.84	1.20	1.45	1.75	23.20	19.26	15.90	12.83%	1.50
平均						31.13	24.46	19.25	27.84%	1.04
600380.SH	健康元	8.26	0.40	0.47	0.55	20.48	17.64	14.99	16.88%	1.05

资料来源：wind，天风证券研究所

考虑到分部估值的结果并未考虑呼吸制剂价值，我们综合两个方法的结果，取中值，则 2019 年合理目标价格为 10.92 元，我们看好公司吸入制剂发展潜力，公司的主业有望保持稳健的增长，研发管线持续推进，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 7. 风险提示：

呼吸制剂研发进展及销售低于预期，艾普拉唑等化学制剂增长低于预期，单抗等创新研发管线进度低于预期，中药业务下滑超预期，原料药价格回落导致业绩下滑

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	2,948.27	9,063.24	11,202.22	12,460.20	13,852.97
应收账款	2,052.66	2,035.35	1,985.10	2,511.58	2,690.62
预付账款	160.05	195.39	263.76	259.17	349.77
存货	1,418.82	1,355.56	1,410.61	1,837.03	2,137.07
其他	1,608.77	1,671.12	1,079.13	2,222.98	1,652.73
<b>流动资产合计</b>	<b>8,188.57</b>	<b>14,320.66</b>	<b>15,940.82</b>	<b>19,290.96</b>	<b>20,683.15</b>
长期股权投资	383.12	370.56	380.56	402.56	416.56
固定资产	4,330.40	4,242.82	4,107.15	3,965.29	3,790.56
在建工程	306.30	276.78	202.07	169.24	131.54
无形资产	510.35	544.62	505.88	467.14	428.40
其他	2,352.97	2,456.16	2,642.82	2,817.49	2,953.37
<b>非流动资产合计</b>	<b>7,883.14</b>	<b>7,890.93</b>	<b>7,838.47</b>	<b>7,821.71</b>	<b>7,720.42</b>
<b>资产总计</b>	<b>16,071.71</b>	<b>22,211.59</b>	<b>23,779.29</b>	<b>27,112.68</b>	<b>28,403.57</b>
短期借款	0.00	460.66	260.66	140.66	40.66
应付账款	2,605.42	2,671.29	2,500.26	3,417.07	3,120.98
其他	2,170.78	3,798.42	2,557.53	3,230.47	2,950.18
<b>流动负债合计</b>	<b>4,776.20</b>	<b>6,930.37</b>	<b>5,318.45</b>	<b>6,788.20</b>	<b>6,111.81</b>
长期借款	0.70	0.70	0.70	0.70	0.70
应付债券	1,693.04	1,195.25	1,294.55	1,394.28	1,294.69
其他	267.03	467.41	324.03	352.82	381.42
<b>非流动负债合计</b>	<b>1,960.76</b>	<b>1,663.36</b>	<b>1,619.28</b>	<b>1,747.80</b>	<b>1,676.81</b>
<b>负债合计</b>	<b>6,736.96</b>	<b>8,593.74</b>	<b>6,937.72</b>	<b>8,536.00</b>	<b>7,788.63</b>
少数股东权益	3,951.93	6,232.63	7,046.38	7,991.16	9,080.75
股本	1,587.14	1,573.78	1,938.03	1,938.03	1,938.03
资本公积	945.43	930.01	2,485.49	2,685.49	2,865.49
留存收益	3,934.25	5,800.07	7,857.15	8,647.49	9,596.16
其他	(1,084.00)	(918.64)	(2,485.49)	(2,685.49)	(2,865.49)
<b>股东权益合计</b>	<b>9,334.76</b>	<b>13,617.85</b>	<b>16,841.57</b>	<b>18,576.68</b>	<b>20,614.95</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>16,071.71</b>	<b>22,211.59</b>	<b>23,779.29</b>	<b>27,112.68</b>	<b>28,403.57</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	974.41	4,672.73	781.84	907.73	1,068.02
折旧摊销	556.77	543.23	259.52	263.67	266.31
财务费用	152.80	141.34	(135.00)	(160.00)	(185.00)
投资损失	(134.45)	(4,333.56)	(5.00)	(20.00)	(18.00)
营运资金变动	(971.62)	1,968.75	(390.03)	(538.12)	(672.37)
其它	1,066.65	(1,122.11)	802.73	948.19	1,094.33
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,644.56</b>	<b>1,870.38</b>	<b>1,314.06</b>	<b>1,401.46</b>	<b>1,553.28</b>
资本支出	395.51	225.77	153.39	21.20	(13.60)
长期投资	39.09	(12.57)	10.00	22.00	14.00
其他	(2,161.65)	4,508.62	(423.65)	(272.25)	(177.25)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(1,727.04)</b>	<b>4,721.83</b>	<b>(260.26)</b>	<b>(229.05)</b>	<b>(176.85)</b>
债权融资	1,896.29	2,655.56	2,089.88	2,114.13	2,039.85
股权融资	271.48	204.69	2,102.04	437.38	467.33
其他	(1,524.56)	(3,195.87)	(3,106.73)	(2,465.94)	(2,490.85)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>643.21</b>	<b>(335.63)</b>	<b>1,085.18</b>	<b>85.57</b>	<b>16.33</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>560.73</b>	<b>6,256.57</b>	<b>2,138.98</b>	<b>1,257.98</b>	<b>1,392.77</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>9,721.54</b>	<b>10,779.26</b>	<b>11,672.26</b>	<b>13,054.87</b>	<b>14,863.41</b>
营业成本	3,661.96	4,008.12	4,329.67	4,954.04	5,768.87
营业税金及附加	160.02	165.63	172.80	202.92	226.49
营业费用	3,738.25	3,963.76	4,202.01	4,569.20	5,053.56
管理费用	1,008.20	1,181.08	1,202.24	1,285.90	1,412.02
财务费用	116.54	87.41	(135.00)	(160.00)	(185.00)
资产减值损失	131.03	133.36	80.00	100.00	104.45
公允价值变动收益	(0.93)	(25.71)	(11.02)	3.41	4.73
投资净收益	134.45	4,333.56	5.00	20.00	18.00
其他	(267.03)	(8,940.62)	12.04	(46.82)	(45.47)
<b>营业利润</b>	<b>1,039.07</b>	<b>5,872.67</b>	<b>1,814.51</b>	<b>2,126.21</b>	<b>2,505.76</b>
营业外收入	149.79	94.08	128.43	124.10	115.54
营业外支出	8.22	26.36	20.55	18.38	21.76
<b>利润总额</b>	<b>1,180.64</b>	<b>5,940.38</b>	<b>1,922.40</b>	<b>2,231.93</b>	<b>2,599.53</b>
所得税	206.24	1,267.65	326.81	379.43	441.92
<b>净利润</b>	<b>974.41</b>	<b>4,672.73</b>	<b>1,595.59</b>	<b>1,852.51</b>	<b>2,157.61</b>
少数股东损益	522.99	2,539.69	813.75	944.78	1,089.59
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>451.42</b>	<b>2,133.04</b>	<b>781.84</b>	<b>907.73</b>	<b>1,068.02</b>
每股收益(元)	0.23	1.10	0.40	0.47	0.55

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	12.49%	10.88%	8.28%	11.85%	13.85%
营业利润	19.85%	465.18%	-69.10%	17.18%	17.85%
归属于母公司净利润	9.44%	372.52%	-63.35%	16.10%	17.66%
<b>获利能力</b>					
毛利率	62.33%	62.82%	62.91%	62.05%	61.19%
净利率	4.64%	19.79%	6.70%	6.95%	7.19%
ROE	8.39%	28.88%	7.98%	8.58%	9.26%
ROIC	17.01%	71.69%	26.00%	28.71%	32.16%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	41.92%	38.69%	29.18%	31.48%	27.42%
净负债率	25.51%	13.90%	-18.56%	-34.21%	-29.29%
流动比率	1.71	2.07	3.00	2.84	3.38
速动比率	1.42	1.87	2.73	2.57	3.03
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	5.04	5.27	5.81	5.81	5.71
存货周转率	7.12	7.77	8.44	8.04	7.48
总资产周转率	0.65	0.56	0.51	0.51	0.54
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.23	1.10	0.40	0.47	0.55
每股经营现金流	0.85	0.97	0.68	0.72	0.80
每股净资产	2.78	3.81	5.05	5.46	5.95
<b>估值比率</b>					
市盈率	35.46	7.50	20.48	17.64	14.99
市净率	2.97	2.17	1.63	1.51	1.39
EV/EBITDA	9.98	2.53	6.14	5.12	4.21
EV/EBIT	14.64	2.77	7.08	5.80	4.69

### 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

### 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

### 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

### 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com